

УДК 65.014.01:336.01

Пасько О.В.*кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри економічного контролю та аудиту
Сумського національного аграрного університету***Мартей Е.М.***аспірант кафедри економічного контролю та аудиту
Сумського національного аграрного університету*

ТЕОРІЯ АГЕНТСЬКИХ ВІДНОСИН У КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛІННІ В ХХІ СТ.

AGENCY THEORY IN CORPORATE GOVERNANCE IN 21 CENTURY

АНОТАЦІЯ

Статтю присвячено аналізу та класифікації критики на адресу теорії агентських відносин у корпоративному управлінні, а також аналіз місця теорії агентських відносин у корпоративному управлінні у ХХІ ст. Визначено та класифіковано основні закиди на адресу теорії агентських відносин, детально проаналізовано кожен із них. Обґрунтовано перспективи застосування теорії агентських відносин у корпоративному управлінні.

Ключові слова: корпоративне управління, теорія агентських відносин, теорія заінтересованих осіб, агент, принципал, акціонери, заінтересовані особи.

АННОТАЦИЯ

Статья посвящена анализу и классификации критики в адрес теории агентских отношений в корпоративном управлении, а также анализу места теории агентских отношений в корпоративном управлении в ХХІ в. Определены и классифицированы основные упреки в адрес теории агентских отношений, детально проанализирован каждый из них. Обоснованы перспективы применения теории агентских отношений в корпоративном управлении.

Ключевые слова: корпоративное управление, теория агентских отношений, теория заинтересованных лиц, агент, принципал, акционеры, заинтересованные лица.

ANNOTATION

The article is devoted to ascertaining the agency theory's place in corporate governance in 21st century. The criticism of the agency theory has been defined and classified. The article subsumes all the criticism in six categories. All six categories of criticism have been explicated in details. The perspectives of agency theory's utilization in corporate governance are given.

Keywords: corporate governance, agency theory, stakeholder theory, agent, principal, shareholders, stakeholders.

Постановка проблеми. Теорія агентських відносин відіграє провідну роль у корпоративному управлінні, оскільки становить теоретичну його основу, від якої беруть початок усі теорії пояснення корпоративного управління. Теорія агентських відносин представляє собою «новий *zeitgeist*» і «домінуючу інституційну логіку корпоративного управління» [20, с. 269], є «домінуючою теоретичною базою, звідси походить корпоративне управління» [14]. Теорія агентських відносин лежить в основі теорії акціонерів у корпоративному управлінні та є базовою для розуміння корпоративного управління. Елімінувавши теорію агентських відносин із корпоративного управління, ми мусимо повністю переглянути наші погляди на корпоративне управління. Саме елімінування тео-

рії агентських відносин, або її модифікація, стало базовим постулатом багатьох досліджень у сфері корпоративного управління, які після відомого скандалу із компанією *Enron* і глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. закликали до перегляду базових теоретичних основ корпоративного управління. Виникає потреба в перегляді місця теорії агентських відносин у корпоративному управлінні, а також аналізі слабких місць теорії агентських відносин.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Праць, що стосуються теорії агентських відносин, дуже багато, тому ми змушені були добирати їх і обирати найактуальніші і найбільш доречні, на нашу думку, у зв'язку з тим, що ми обмежені в обсягах. У широкому розумінні всі ці публікації можна поділити на засновницькі [3; 8; 12] та сучасні [1; 5; 6; 9; 10; 14; 23]. Засновницькі публікації теорії зустрічаються і цитуються майже в кожній праці, що стосується цього питання. Так, праця М. Йенсена і В. Меклінга [12] цитувалася з 1989 по 2003 р. більше ніж 3 000 разів [15, с. 348].

Усі праці можна поділити на такі, які ставляться позитивно (некритично) [14; 18; 20–22], і критично (негативно) [1; 2; 5–7; 9; 11; 15–17; 19; 23; 24]. Ми обрали останні як основний об'єкт нашого дослідження. На їх основі ми класифікуємо дошкільні моменти теорії агентських відносин, а також місце теорії агентських відносин у корпоративному управлінні в ХХІ ст. Слід також зауважити, що в україномовному науковому середовищі нам удалося знайти всього кілька досліджень, які частково стосуються нашої теми, що вказує на існування відносного вакууму у цій сфері дослідження.

Мета статті полягає в аналізі та класифікації критики на адресу теорії агентських відносин у корпоративному управлінні, а також аналізі місця теорії агентських відносин у корпоративному управлінні в ХХІ ст.

Виклад основного матеріалу дослідження. Надалі матеріал буде викладено у такій послідовності: спочатку ми коротко зупинимося на понятті корпоративного управління, потім – на еволюції теорії агентських відносин; після цього викладемо закиди на адресу теорії агент-

ських відносин і далі кожен із них окремо проаналізуємо.

Отже, корпоративне управління – це поняття, яке за останні кілька десятиріч стрімко набуло популярності і на сьогодні є невід’ємним від великого бізнесу, є центральним і динамічним аспектом кожної корпорації. Корпоративне управління – це дослівний переклад з англійської мови словосполучення *corporate governance*, що, своєю чергою, походить від латинського *gubernare*, що означає «керувати» [21, с. 1].

Корпоративне управління в тій чи іншій формі існувало в бізнесі починаючи із зародження корпорацій у формі обмеженої відповідальності. Одні автори вважають, що концепція корпоративного управління «була ініційована у 1776 році А. Смітом» [10, с. 227], однак здебільшого [7; 11; 14; 20–23] прийнято вважати, що новаторське дослідження А. Берле та Г. Мінса, що мало назву «Сучасна корпорація та приватна власність» [3], заклало підвалини для подальшого дослідження питання, пов’язаного з посяганням менеджерів на цінність акціонерів. Основним внеском зазначених авторів було те, що вони вперше чітко і недвозначно ввели в науковий обіг теорію розподілу власності і контролю.

А. Берле та Г. Мінс іще в 30-х роках ХХ ст. помітили, що корпорації почали набувати ознак потужних соціальних інституцій, що сучасні їм корпорації стали потугою, з якою слід рахуватися. Зазначені автори наголошують, що ринкова економіка надала корпораціям необхідний імпульс і перетворила деякі з них на колосальних гігантів. Багатство корпорацій створювалося не тільки у сфері виробництва, але й у сфері обігу: багатство їх стало зростати неймовірними темпами з початком розвитку фондового ринку. Прості акціонери, які мали мінливі інтереси в корпорації, часто інвестували в неї, щоб отримати незначну короткострокову вигоду. Розпорошення власності призвело до появи нового класу професіоналів – менеджерів, яких у теорії корпоративного управління називають агентами принципалів. Саме менеджери, користуючись розпорошеністю власників, перебрали на себе управління корпорацією. Такий розподіл власності і контролю призвів до розвитку ринкового механізму контролю. Акціонери, невдоволені ефективністю роботи своїх агентів (менеджерів), можуть звернутися до ринку, щоб позбутися власності в корпорації. У такий спосіб з’явилася система, в якій корпорації управлялися агентами, а власники-принципали (акціонери) могли здебільшого виявляти свою позицію через вихід із власників [3].

У 1983 р. Ю. Фама та М. Йенсен у своїй праці «Розподіл власності і контролю» [8] запропонували теорію агентських відносин як засіб аналізу і розуміння корпоративного управління. Ця теорія може використовуватися для великої

різноманітності агентських відносин, в якому одна сторона (принципал) делегує повноваження і роботу іншій стороні (агенту), який і виконує роботу. У корпоративному управлінні ця теорія використовується відтоді для пояснення взаємовідносин між менеджерами (агентами) й акціонерами (принципалами).

Пізніше М. Йенсен і В. Меклінг застосували теорію агентів до сучасних корпорацій і розробили теорію агентських витрат [12]. На думку вказаних авторів, право власності і контроль у корпораціях не повною мірою збігаються, отже, є потенціал для конфлікту інтересів власників і контролерів, що в поєднанні з неможливістю досконалих контрактів та неможливістю контролювати контролера в кінцевому рахунку знижує вартість фірми.

Деякі контракти зосереджені тільки на поведінці агента, а інші мають своїм об’єктом досягнення інтересів принципала. Згідно з революційним дослідженням М. Йенсена і В. Меклінга, контракти вважають ефективними, якщо вони можуть мінімізувати такі агентські витрати [12, с. 308]:

– моніторингові витрати (*Monitoring costs*) – витрати, понесені принципалом із метою зменшення ймовірності дій агента, що шкодять його інтересам;

– витрати самообмеження (*Bonding costs*) – витрати, понесені агентом, щоб гарантувати, що він не буде вживати дії, що б завдали шкоди інтересам принципала;

– залишкові втрати (*residual loss*) – втрати, що виникають, оскільки моніторинг і самообмеження не можуть повністю узгодити поведінку агента і принципала.

Однак основні тенети теорії агентських відносин критикуються відразу з кількох сторін. По-перше, ця теорія критикується з точки зору пояснення реальності. Оскільки основне завдання теорії – прогнозувати та пояснювати, однак, як ми побачимо нижче, це не завжди має місце в теорії агентських відносин. По-друге, з етичної точки зору теорія агентських відносин піддається критиці, адже вважається, що вона неточно пояснює людську природу, описуючи її саме зацікавлену, хтиву до фінансової вигоди. По-третє, через результати, до яких приводить її застосування. Ці результати, зокрема, призводять і до неетичної поведінки [5; 11], що перегукується з другим масивом закидів, до агентської поведінки [6] і навіть до зростання фінансiалiзацiї [5].

Отже, як бачимо, теорія агентських відносин критикується як через прогнози, що вона робить, так і через припущення, на яких вона базується. Нами виділено окремі закиди на адресу теорії агентських відносин, серед яких називають (ми наводимо їх в порядку зростання, на нашу думку, їх вагомості):

1) теорія агентських відносин представляє собою спрощене уявлення про складні явища фінансової і бізнесової реальності [5];

2) вперте наполягання тільки на одній меті – зростання вартості акціонерів як кінцевої мети корпорації [5; 9; 11; 17];

3) відсутність чіткого пояснення того, як зовнішнє середовище (інституційне) обмежує її пояснювальну силу в країнах інших від англо-американських, у тому числі і країнах Європи і розвинутих країнах [1; 2; 9];

4) емпіричні докази цієї теорії є, в кращому випадку, неоднозначними або всі три методи протидії зловживанню владою з боку менеджерів у теорії агентів є неефективними [4; 7];

5) відсутність у деяких юрисдикціях ознак, що призвели до зародження теорії агентських відносин або припущення теорії про розпорошеність власності не відповідає дійсності [7; 22];

6) ця теорія представляє собою аморальний, песимістичний погляд на людство, а також хибно пояснює мотивацію менеджерів [5; 11; 15; 17].

Закид 1. Як зазначається, «багато сучасних моделей, які викладаються сьогодні, базуються на хибних припущеннях, що створює уявне відчуття захищеності навіть коли наближається крах» [5, с. 42]. До переліку таких хибних теорій зараховують і теорію агентських відносин, оскільки вона намагається пояснити складні багатоманітні явища простими поясненнями у кілька слів [5, с. 42]. З одного боку, такі закиди можна вважати справедливими, але з іншого – теорія і призначена для цього, щоб пояснювати явище, маючи кілька припущень і певний перелік прогнозів. Цей перший закид ми не вважаємо суттєвим, оскільки його можна застосувати до всіх теорій.

Закид 2. Теорії агентських відносин закидають те, що вона вперто наполягає тільки на одній меті – зростання вартості акціонерів як кінцевої меті корпорації. Цей закид зустрічається майже у всіх авторів, і пояснення цьому дуже просте, адже цей закид водночас є основним припущенням, на якому базується теорія акціонерів, поясненням якої, своєю чергою, слугує теорія агентських відносин. Тому цей закид може бути вирішено тільки шляхом руйнації теорії агентських відносин, але не модифікації, оскільки це зачіпає її суть. На цей закид пропонується кілька додаткових контраргументів. По-перше, акціонери насправді не володіють корпорацією [5; 11; 23; 24], а отже, корпорація не може служити тільки їм; по-друге, пропонується застосування теорії заінтересованих сторін замість теорії акціонерів (в основі останньої і лежить теорія агентських відносин) [11].

Що стосується першого контраргументу, вважаємо, що цитати із праць кількох полум'яних до ідеї авторів переконають вас. Перша цитата із праці С. Гошала: «Зрештою ми знаємо, що акціонери не володіють компанією у тому сенсі, що вони не володіють ані її спорудами, ані автомобілями. Вони просто мають право на залишкові грошові потоки компанії, що не одне й те ж, що і володіти компанією. Вони не мають

права власності на реальні активи або бізнес компанії, які належать компанії як «юридичній особі» [11, с. 79–80]. Друга цитата із знаменитої книги Л. Стоут *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*: «Корпорації володіють самі собою і набувають контрактних зобов'язань з акціонерами, так само як вони це роблять із власниками боргових зобов'язань, найманими працівниками, поставальниками» [23, с. 73].

Що стосується другого контраргументу, то його можна висувати з першого. Оскільки не самі тільки акціонери є джерелом влади принципала, то слід розширити цю когорту принципалів за рахунок інших заінтересованих сторін, чим, власне, і переймаються радикальні представники теорії заінтересованих сторін. Більш помірковані представники згаданої теорії вважають, що основний принципал – це акціонери, однак щоб досягти гарних результатів для них, слід діяти у злагоді і взаємодії з усіма зацікавленими сторонами [7; 20].

Закид 3. Відсутність чіткого пояснення, як теорія працює в різних інституційних середовищах. Грунтуючись на попередніх дослідженнях у соціології та теорії організацій, можна стверджувати, що результати, а також стимули діяльності відрізняються залежно від правової системи та інституційних характеристик у тій чи іншій країні [1; 2; 9]. Отже, підхід до теорії агентських відносин повинен бути урівноважений впливом цих інституційних і правових впливів, оскільки не може бути єдиної теорії для всіх і на всі випадки, оскільки «інститути змінюють базові відносини між принципалом і агентом... і вимагають специфічної контекстуалізації» [9, с. 966]. Інститути мають значення для корпоративного управління, оскільки вони створюють різні набори стимулів та ресурсів для моніторингу, а також втілюють різні ціннісні сприйняття і розуміння природи фірми. «Конкретні умови «англо-саксонської моделі» представляють собою швидше виняток, ніж правило, якщо дивитися на континентальну Європу, Східну Азію, Індію, а також інші країни, що розвиваються» [9, с. 966].

Закид 4. На чому твердо наполягає теорія агентських відносин, є той факт, що проблема агента не вирішується [20, с. 279]. Однак у цілому в теорії агентських відносин розроблено три основні підходи до мінімізації проблеми агента [7, с. 3]. Перший підхід автори назвали «незалежність», який припускає, що ради директорів, що складаються з незалежних від менеджменту директорів, можуть контролювати менеджерів і гарантувати, що інтереси менеджерів суттєво не розходяться з інтересами власників [7; 20–22].

Другий підхід, «власний капітал», постулює, що менеджери з акціями фірми, якою вони керують, із більшою ймовірністю приймуть інтереси інших акціонерів, а отже, спрямовуватимуть фірму в такому напрямі [7; 20–22].

Третій підхід дістав назву «риннок корпоративного контролю». Згідно із цим підходом, корпоративні ринки можуть дисциплінувати менеджерів, які неправомірно використовували свою перевагу [7; 22].

Проблема полягає в тому, що, як стверджується, «жоден із цих факторів не мав передбачуваного ефекту на корпорації» [7, с. 40; 11, с. 80].

Закид 5. Наступний закид стосується відсутності ознак, що призвели до зародження теорії агентських відносин. Основний принцип теорії агентських відносин полягає в тому, що власники корпорації надзвичайно розпорошені і, таким чином, окремі акціонери мають мало засобів впливу або бажання відстоювати свою права контролю. Однак статистична інформація, принаймні із США та Великобританії, свідчить про зворотне. Так, інституційні інвестори тримають 75% капіталу в компаніях *Fortune 500* [7, с. 41]. І це ще не все, адже із тих 25% капіталу, що залишився, близько 80% припадає на так звані *street name* (мається на увазі *Wall street*), тобто на брокерські фірми, банки та інших посередників, які володіють акціями від імені бенефіціатора – фактичного інвестора [7, с. 41]. Схожа ситуація у Великобританії, де інституційні інвестори представляють домінуючий клас акціонерів: інституційні інвестори володіють близько 62%, ще близько 12% припадає на іноземних інвесторів [21, с. 91]. Звідси випливає логічний висновок про те, що замість мільйонів розпорошених акціонерів (основоположне припущення теорії агентських відносин) «переважна більшість капіталу належить близько 100 суб'єктам господарювання» [7, с. 41]. Отже, звідси – глобальний висновок: припущення теорії агентських відносин щодо розпорошеності власності не відповідає дійсності.

Закид 6. Аморальність та хибна теорія щодо мотивації менеджерів. Група авторів вважають, що таке «похмуре бачення» людської природи, як у теорії агентських відносин, не відповідає дійсності, шкідливе для менеджменту і корпоративного управління. Так, С. Гошал дійшов висновку про те, що на сьогодні «погані теорії менеджменту знищують гарну практику менеджменту» [11, с. 86]. Зазначений автор критикує теорію агентських відносин за те, що вона нав'язує свої неналежним чином доведені припущення в бізнес-школах і університетах, що в результаті впливає на практику менеджменту. С. Гошал стверджує, що теорія агентських відносин і не теорія зовсім, оскільки «теорія повинна висвітлювати і пояснювати, і якщо вона цього не робить, то це не теорія. Побаження і надії це також не теорія. І, авжеж, проповіді і благання також у жодному разі не теорія» [11, с. 86]. Однак на відміну від природничих наук, де погана теорія хоча б не шкодить, у соціальних науках теорія є самовідтворювальною (*self-fulfilling*) [11, с. 86]. Ми не можемо

утриматися, щоб не навести значну цитату із праці С. Гошала, яка досить детально передає хід його думок: «Теорія елементарних частинок всесвіту – правильна вона чи неправильна – не змінює поведінку цих частинок. Якщо теорія припускає, що Сонце обертається навколо Землі, то це не змінює того, що насправді робить Сонце. Отже, якщо теорія невірна, то істина зберігається для відкриття кимось іншим. На протиположному цьому теорія менеджменту, якщо вона набула достатнього впливу, змінює поведінку менеджерів, які починають діяти відповідно до теорії» [11, с. 77].

Як результат, на жаль, деякі менеджери можуть інтерпретувати цю теорію як «спосіб діяти у своїх власних інтересах, навіть неетично, до тих пір, доки вони діють у рамках певних обмежень (механізм корпоративного управління) та із зусиллям приблизно пропорційними їх стимулам (заробітна плата і додаткові бонуси)» [15, с. 345].

М. Лоуер зауважує, що «теорія агентських відносин здатна зашкодити як підприємствам, що її дотримуються, так і їх співробітникам» [17, с. 2]. Учений стверджує, що «ієрархічне управління сприяє формуванню бажання грати в ігри із системою» і «опора на ієрархічне управління, швидше за все, сприятиме переходу від «закінченої співпраці» (*consummate cooperation*) до «недбалого дотримання» (*perfunctory compliance*)» [17, с. 17]. М. Лоуер наполягає на застосуванні теорії натурального права і пропонує розглядати фірму як громаду (*community*), а «оскільки фірма є людською спільнотою (*community*), то існують етичні принципи, які застосовуються до фірми, точно так, як і до будь-якої іншої людської спільноти» [17, с. 3]. Прочитуємо значний уривок із праці М. Лоуера: «Побоювання теорії агентських відносин щодо опортуністичної поведінки є справедливими, однак вона робить надмірний наголос на цьому. Як і будь-яка людська спільнота, роль фірми в житті її учасників, по суті, позитивна; її мета – допомогти їх досягти деяких аспектів їх цілісної самореалізації. І якщо вдається працювати в такому руслі, то фірма може розраховувати на готовність її членів працювати на загальне благо фірми» [17, с. 19].

Отже, ми навели шість закидів на адресу теорії агентських відносин, які ми виклали, на нашу думку, у порядку зростання їх вагомості. Всі ці закиди вказують на те, що теорія агентських відносин має багато дошкульних місць, які заслуговують на їх детальніше вивчення.

Виходячи із такого стану справ, почали з'являтися праці, які пропонують кардинально змінити теорію агентських відносин. Серед них особливо відмітимо працю Л. Лан та Л. Геракнос, які пропонують усього три, але дуже значні зміни до теорії агентських відносин [16]: по-перше, основним принципом розглядати не акціонерів, а корпорацію; по-друге, зазначені автори пропонують переосмислити статус ради

директорів і розглядати її не як агента акціонерів, а як автономний орган; по-третє, вони пропонують розглядати функцію ради директорів не як моніторингову, а як посередницьку [16].

Ми вважаємо, що, незважаючи на всі закиди, теорія агентів досі залишається інструментом, без якого важко увітати теорію корпоративного управління. Перефразуючи знамениту фразу В. Черчилля, який зазначав, що «демократія є найгіршою формою правління, окрім всіх тих інших форм, що ми намагалися використовувати час від часу» [25], ми може сказати, що теорія агентських відносин є найгіршою формою пояснення корпоративного управління, крім усіх інших теорій, які ми коли-небудь застосовували. Ми хочемо сказати, що проблема агентських відносин є фундаментальною, а не минутою, хоч би які комбінації суб'єктів у ролі агента-принципала ми застосовували. Так само не знімається з порядку денного питання про способи боротьби із агентською проблемою у найбільш ефективний спосіб. Однак викладені нами закиди слід використовувати як теми для подальших досліджень.

Висновки. Теорія агентських відносин як основа для пояснення корпоративного управління піддається значній критиці як через прогнози, що вона робить, так і через припущення, на яких вона базується. Наш аналіз літературних джерел дав підставу класифікувати всі закиди у шість категорій, які ми виклали у порядку зростання їх вагомості.

Викладені нами закиди є досить серйозними, однак, незважаючи на це, вважаємо, що теорія агентських відносин усе ще залишається ключовою для пояснення виникнення і напрямів оптимізації корпоративного управління. Перефразуючи В. Черчилля, вважаємо, що теорія агентських відносин є найгіршою формою пояснення корпоративного управління, крім усіх інших теорій, які ми коли-небудь застосовували. Іншими словами, теорія агентських відносин залишається базовою для пояснення корпоративного управління.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

- Aguilera, R.V., & Jackson, G. (2010). Comparative and international corporate governance. *Academy of Management Annals*, 4: 485–556.
- Aguilera, R.V. and Jackson, G. (2003) The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants. *Academy of Management Review*, 28(3): 447-465.
- Berle A. A. Jr., Means Gardiner C. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company, Pp. xiii, 396.
- Buchanan J., Chai D. H., Deakin S. (2014) Agency Theory in Practice: a Qualitative Study of Hedge Fund Activism in Japan *Corporate Governance: An International Review*, 2014, 22(4): 296–311.
- Clarke, Thomas (2014) The impact of financialisation on international corporate governance: the role of agency theory and maximising shareholder value. *Law & Financial Markets Review*, Mar2014, Vol. 8 Issue 1.– P. 39–51.
- Cuevas-Rodríguez, G., Gomez-Mejia, L. R., & Wiseman, R. M. (2012). Has agency theory run its course? Making the theory more flexible to inform the management of reward systems. *Corporate Governance: An International Review*, 20: 526–546.
- Dalton, D., Hitt, M., Certo, S. and Dalton, C. (2007). The fundamental agency problem and its mitigation. *Academy of Management Annals*, 1: 1–64.
- Fama, J., and Jensen, M. (1983). The Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2): 301-325.
- Filatovchev I., Jackson G., Nakajima C. (2012) Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. *Asia Pacific Journal of Management*. December 2013, Volume 30, Issue 4, pp 965-986.
- Fülöp, Melinda Timea (2014) Why Do We Need Effective Corporate Governance? *International Advances in Economic Research* May 2014, Volume 20, Issue 2, pp 227-228.
- Ghoshal, S. (2005). Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management and Learning*, 4: 75–90.
- Jensen, M.C., and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal Of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.
- John Child, Suzana B. Rodrigues (2003) Corporate Governance and New Organizational Forms: Issues of Double and Multiple Agency *Journal of Management and Governance* 2003, Volume 7, Issue 4, pp 337-360.
- Judge, W. Q. (2009). Editorial – Toward a global theory of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17: iii–iv.
- Kulik, Brian W. (2005) Agency Theory, Reasoning and Culture at Enron: In Search of a Solution. *Journal of Business Ethics*, Jul2005 Part 2, Vol. 59 Issue 4. – P. 347–36.
- Lan, Luh Luh and Heracleous, Ioizos Th.. (2010) Rethinking agency theory: the view from law. *Academy of Management Review*, Vol.35 (2). – P. 294–314.
- Lower, M. (2006). Natural law and agency theory. (March 29, 2006). [Electronic resource] // Social Science Research Network (SSRN). – Mode of access: <http://ssrn.com/abstract=894040> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.894040>. Last access: 2016. – Title from the screen.
- Raelin J. D., Bondy K. (2013) Putting the Good Back in Good Corporate Governance: The Presence and Problems of Double-Layered Agency Theory. *Corporate Governance: An International Review*. Volume 21, Issue 5, pages 420–435, September 2013.
- Segrestin B., Hatchuel A., (2011) Beyond Agency Theory, a Postcrisis View of Corporate Law. *British Journal of Management* Vol. 22, 484–499
- Shapiro, S. P. (2005). Agency theory. In K. S. Cook, & D. S. Massey (Eds.), *Annual review of sociology* (Vol. 31, pp. 263–284). Palo Alto, CA: Annual Reviews.
- Solomon J., Solomon A. (2004) *Corporate governance and accountability*. West Sussex, England: John Wiley & Sons Ltd.
- Sternberg E. (2004) *Corporate Governance: Accountability in the Marketplace*. London: The Institute of Economic Affairs
- Stout L. (2012) *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*. Berrett-Koehler Publishers, 2012
- Stout L. (2012), *New Thinking on 'Shareholder Primacy'*. *Accounting, Economics and Law: A Convivium*. Volume 2, Issue 2 2012 Article 4 pp.
- Winston S. Churchill Speech at the House of Commons (November 11, 1947) [Electronic resource] // <http://hansard.millbanksystems.com/commons/1947/nov/11/parliament-bill>. Last access: 2016. – Title from the screen.